



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN  
DE EMPRESAS  
CURSO 2019/2020**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

Mención en Finanzas

**¿Es Europa un área monetaria óptima?**

**Is Europe an optimum currency area?**

AUTOR: Adrián Aldridge Arabaolaza

DIRECTOR/A: Carlos López Gutiérrez

Santander a 01/09/2020

## **ÍNDICE**

<b>1.</b>	<b>Resumen / Abstract</b>	<b>4-5</b>
<b>2.</b>	<b>Introducción</b>	<b>6</b>
<b>3.</b>	<b>Sistema Monetario Internacional</b>	
3.1	Explicación del concepto	7
3.2	Objetivos del SMI	7
3.3	Historia del SMI	8-9
3.4	SMI en la actualidad	10
3.4.1	Tipos de cambio utilizados en la actualidad	11-15
3.4.2	Críticas al SMI actual y visión a futuro	16-17
<b>4.</b>	<b>Unión Económica y Monetaria (UEM)</b>	
4.1	Concepto	18
4.2	Objetivos	18
4.3	Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento	19-20
<b>5.</b>	<b>Áreas monetarias óptimas</b>	
5.1	Concepto y teoría de Mundell	20-21
5.2	Teorías complementarias	21-23
5.3	Principales características o condiciones necesarias en un área monetaria óptima.	23-27
5.4	CASO PRÁCTICO: ¿Es Europa un área monetaria optima?	27-36
5.5	Problema de los tipos de cambio	36-37
<b>6.</b>	<b>Conclusiones</b>	<b>38-39</b>
<b>7.</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>40-42</b>

## ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 3.4.: Sistemas de tipos de cambio utilizados en la actualidad.....	11-12
Gráfico 3.4.1: Consecuencia de adoptar cada tipo de sistema de cambio.....	15
Gráfico 3.4.2: Volumen de negocios del mercado de divisas global.....	16
Tabla 4.3: Instituciones y organismos de la U.E.M.....	20
Gráfico 5.3: Curva de Phillips, “trade-off” entre inflación y desempleo.....	25
Gráfico 5.4: Volumen de comercio intracomunitario .....	28
Tabla 5.4.1: PIB anual de la UE 2014-2019 y su grado de apertura.....	28
Gráfico 5.4.1: Personas que trabajan fuera de su país de residencia en la UE 35.....	30
Gráfico 5.4.2: Movimiento del capital en Europa.....	30
Gráfico 5.4.3: Nivel de deuda pública en proporción al PIB.....	32
Gráfico 5.4.4: PIB anual de Alemania, Francia y España entre 2014-2019.....	33
Tabla 5.4.2: Balanza de cuenta corriente en los países europeos.....	33
Gráfico 5.4.5: Tasa de inflación de la UE entre 2007 y 2018.....	34
Gráfico 5.4.6: Porcentaje de inflación en países del sur de Europa (Grecia, España, Portugal) en comparación con Alemania.....	34
Gráfico 5.4.7: Reparto de los presupuestos de la UE.....	35

## **1. RESUMEN**

Tras 27 años desde la formación de la Unión Europea ha transcurrido el tiempo prudencial para poder analizar de manera empírica si dicha unión ha resultado beneficiosa para todos los países que la integran y comprobar si la Unión Monetaria Europea funciona o ha funcionado en algún momento como un área monetaria óptima. También, transcurrido este período, parece interesante comprobar si se han cumplido los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht.

Por otro lado, el dólar está pasando por auténticos estragos debido a la desconfianza que está generando la Reserva Federal y los periodos de incertidumbre que estamos viviendo. Recientemente desde Estados Unidos han anunciado que se centrarán en mejorar los niveles de desempleo “dejando a un lado” la estabilidad en el nivel de precios. ¿Afectará esta decisión al valor del dólar y a la confianza de los inversores? Ya son muchos los economistas que claman un nuevo sistema monetario internacional que vuelva a estar vinculado al oro para devolver la confianza al sistema.

Debido a esta desconfianza los Bancos Centrales han reaccionado y ya han comenzado los estudios a cerca de lanzar su propia moneda digital para competir con la fuga de dinero que se ha dirigido hacia las criptomonedas no oficiales (Bitcoin, Ethereum, Litecoin...) y así aprovecharse de las posibles ventajas que ofrecería la moneda digital.

El sistema monetario internacional actual parece estar llegando a su fin tal y como lo conocemos, ¿cuál será su futuro?

## **ABSTRACT**

After 27 years since the formation of the European Union, the reasonable time has elapsed to be able to empirically analyze whether this Union has been beneficial for all the countries that make it up and to check if the European Monetary Union works or has worked at some point as an optimum currency area.

On the other hand, the dollar is going through real havoc due to the distrust that the Federal Reserve is generating and the periods of uncertainty that we are experiencing. Recently, the United States has announced that they will focus on improving unemployment levels "leaving aside" stability in the price level. Will this decision affect the value of the dollar and investor confidence? There are already many economists claiming for a new international monetary system that is once again linked to gold to restore confidence in the system.

Due to this mistrust, Central Banks have reacted and have already begun studies about their own digital currency to compete with the money flight that has been directed towards unofficial cryptocurrencies (Bitcoin, Ethereum, Litecoin ...) and take advantage of the possible advantages that digital currency would offer.

The current international monetary system as we know it seems to be coming to an end, what will its future be?

## **2. INTRODUCCIÓN**

Este trabajo tiene como objetivo analizar si Europa con el paso de los años ha cumplido las condiciones necesarias para considerarse un área monetaria óptima.

La aportación fundamental del trabajo es el análisis, con datos actualizados, de los países miembros, que demostrarán si la Unión Monetaria ha cumplido los criterios necesarios para poder considerarse un área monetaria óptima.

Los datos recogidos, procedentes de EUROSTAT, pertenecen a los 19 países que forman la Unión Monetaria Europea. Para llevar a cabo el análisis se utilizan datos como el porcentaje de comercio intraeuropeo en cuanto al PIB total en Europa, datos de movilidad de factores productivos, tasas de inflación, datos históricos de niveles de deuda, etc.

El trabajo comienza con el concepto de Sistema Monetario Internacional, explicando sus objetivos y analizando brevemente los distintos tipos de sistemas que han existido en el mundo hasta la actualidad. Dentro de este punto también se explican los modelos de tipos de cambio existentes en la actualidad. En el tema principal se realiza un repaso a las teorías que han ido surgiendo para completar el concepto de área monetaria óptima y las condiciones necesarias que derivan de dichas teorías. También se analiza de manera práctica, con tablas y gráficos, si Europa cumple dichas condiciones desde su inicio hasta el año 2019 y si se ha cumplido con lo establecido en Maastricht por parte de los países europeos.

Como se podrá comprobar, Europa en la actualidad está lejos de ser un área monetaria óptima y en el trabajo se muestran los principales problemas que se están encontrando para llegar a serlo, que son: la heterogeneidad de los países y con ello, la diferente cantidad de deuda en proporción al PIB de cada país. También se podrá comprobar la existencia, desde la crisis de 2008, de dos grupos de países dentro de la Unión en los que sus datos económicos y productivos distan bastante (países del norte y del sur).

Como material adicional se pone a disposición una pequeña encuesta para conocer las opiniones generales, en un pequeño marco, sobre la Unión Europea y su relación con España.

### **3. Sistema Monetario Internacional**

#### **3.1 Concepto**

El Sistema Monetario Internacional (SMI) es el conjunto de instituciones, acuerdos y normas que determinan las reglas monetarias para el intercambio internacional de bienes y servicios (los pagos y cobros de estas transacciones), la monitorización de las tasas de cambio de divisas, la disponibilidad de los flujos de capital, el ajuste de las balanzas comerciales de los países y la gestión de los mercados financieros y de divisas.

La necesidad de un Sistema Monetario Internacional se deriva de que las transacciones internacionales se realizan con diferentes monedas nacionales, ligadas por tanto a la realidad económica de cada país y a la confianza que ello genera en los demás, cuyas medidas son los precios relativos o tipos de cambio de cada moneda.

#### **3.2 Objetivos del Sistema Monetario Internacional**

Basándonos en el libro de Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld y Marc J. Melitz (2012) la función principal de un SMI es permitir que los procesos económicos fundamentales de producción y distribución operen lo más eficientemente posible, logrando así la maximización de la producción, el empleo mundial total y una distribución deseable del bienestar económico entre las naciones, así como entre los diferentes grupos dentro de cada nación.

Para ello utiliza un marco común que establece un sistema de reglas y normas que es aceptado internacionalmente para que los países puedan negociar e intercambiar flujos comerciales y financieros libremente.

Para lograr el correcto funcionamiento de los intercambios intenta asegurar la convertibilidad de las divisas a través de un sistema de intercambio internacional (en donde el tipo de cambio es el precio relativo de las monedas) y crea medios de pago internacionalmente aceptados.

### 3.3 Historia del SMI

#### I. El patrón-oro: 1880-1914 y 1925-1931

El sistema del patrón-oro pretendía, mediante la fijación de los precios de las monedas en términos de oro, limitar el crecimiento monetario de la economía mundial y estabilizar, de este modo, los niveles de precios mundiales. Los Bancos Centrales sólo podían emitir dinero que estuviera respaldado en reservas de oro. Existía un tipo de cambio fijo de las divisas de distintos países con respecto al oro y los ciudadanos podían libremente cambiar su dinero por el equivalente correspondiente. La expansión monetaria de un país estuvo limitada a la cantidad de oro que tenía el gobierno.

Los bancos centrales de cada país tuvieron un rol esencial como encargados de acumular reservas de oro y a cambio emitir billetes de manera proporcional; así, si querías canjear tu billete de una libra esterlina, ibas al banco y este te daba el equivalente en oro.

Gran Bretaña se convirtió en el principal mercado financiero del mundo debido a la confianza que inspiraba la libra que fue hasta 1914 convertible en oro. La libra no presentaba ningún riesgo para los inversores. La capital británica era también el centro mundial del mercado de metales.

La libra era utilizada como moneda de cambio, pero era el oro lo que se utilizaba como moneda de reserva, guardado por todos los países extranjeros, que sólo conservaban en esterlinas los fondos de maniobra necesarios para las transacciones.



## **II. El Sistema de Bretton-Woods y el FMI: 1944-1973**

El compromiso resultante de las reuniones celebradas fue el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, aunque con paridades ajustables. Asimismo, se decidió crear dos instituciones, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

El sistema monetario resultante se sustentó en que las divisas mundiales se fijarían a una tasa fija del oro (\$35/onza de oro) pero los países no tenían que convertir su moneda en oro sino en dólares estadounidenses. Esto significaba que alguien que quería convertir su dinero en oro primero lo tenía que convertir en dólares a su tasa fijada.

Este nuevo dinero fiduciario no estaba basado en un bien real y tangible, como un lingote, sino que se basaba en la confianza sobre crecimiento de la primera potencia económica mundial; dicho de otra manera, el sistema monetario internacional se basaba en que a EE. UU. le tenía que ir bien.

Cada país fijaba el valor de su moneda en términos de oro o dólares y mantenía su cotización dentro de un rango de un 1% de su valor de paridad. Los países miembros mantenían sus reservas principalmente en forma de oro o de dólares, y tenían el derecho de vender sus dólares a la Reserva Federal de Estados Unidos a cambio de oro al precio oficial. El dólar era la principal moneda de reserva.

El tipo de cambio de paridad podía modificarse cuando existía un desequilibrio fundamental (es decir, grande y persistente), para lo cual se debía contar con la aprobación del FMI.

Como muestra el estudio de Michel Lelart (1996), el papel del FMI dentro del sistema monetario configurado en Bretton Woods era clave, por un lado, estaba encargado de garantizar que los países cumplieran las normas acordadas en lo referente al comercio y las finanzas internacionales y, por otro lado, concedía facilidades crediticias a los países que se enfrentaban a dificultades temporales de balanza de pagos.

Desde marzo de 1973, todos los grandes países desarrollados y muchos de los países en desarrollo dejaron fluctuar sus monedas, rompiendo con lo establecido en Bretton Woods.

### **3.4 Sistema monetario internacional actual**

Actualmente se utiliza la determinación del valor de los tipos de cambio por la fluctuación en el mercado de divisas. El dinero no cuenta con un respaldo en metales, activos u otro bien convertible.

Cuando estaba en vigor el patrón oro, podías exigir el cambio de tus billetes por la cantidad correspondiente de oro en el banco, es decir, poseer billetes implicaba un compromiso de pago por parte del banco central. Con los Acuerdos de Bretton Woods primero y el shock Nixon después, se prohibió poder reclamar el pago en oro al banco central, por lo que los ciudadanos se encontraron con que nadie les podía intercambiar los billetes por oro o, lo que es lo mismo, el banco central tenía una deuda no solo impagada, sino que jamás se iba a pagar.

Entonces, el dinero que utilizamos en la actualidad no tiene valor por sí mismo. Su valor se encuentra en la creencia subjetiva de que será aceptado por los demás habitantes de una región y con el único respaldo de un banco central y la ley. Por lo tanto, el nuevo sistema monetario actual es el dinero por decreto o fiat.

Al no estar ligado al patrón oro supone que el control sobre la cantidad de dinero disponible en la economía recae sobre los bancos centrales. Son los encargados de controlar la oferta de dinero que hay en la economía; está en su mano poder mejorar la sociedad y la vida de las personas que viven en ella o, por el contrario, sumirlas en un pozo sin fondo de endeudamiento.

Como cuestiona el artículo de Javier Gómez (2019), “¿Es el dinero por decreto un buen medio de intercambio? Los requisitos para poder considerarlo como tal: ser transportable, almacenable, estandarizable, transformable y valioso por sí mismo. El dinero fiat cumple todas las características menos dos: no es estandarizable ni tiene prácticamente valor por sí mismo. No es estandarizable porque, al no poder seguir un patrón mundialmente aceptado, su valor respecto a otras divisas cambia constantemente. Tampoco tiene valor por sí mismo por el hecho de que no está limitada su oferta: puede haber infinitos dólares o euros en la economía, lo que hace que su valor caiga. Esto fue lo que le pasó al dólar: perdió el 95% de su valor debido a las continuas devaluaciones desde el shock Nixon.”

La demanda global de dinero durante las últimas décadas ha aumentado mucho. Debido a los periodos de incertidumbre que estamos viviendo, la mejor manera de blindarse ante la incertidumbre es atesorándose mediante activos líquidos, como son los títulos de deuda pública de gobiernos solventes. Como el gobierno de Estados Unidos sigue siendo, pese a todo, muy solvente, hay una demanda global muy fuerte por los pasivos gubernamentales de Estados Unidos. Como la rentabilidad de las inversiones no es demasiado alta, entonces los inversores prefieren atesorar activos líquidos que dan escasa rentabilidad, pero apenas tienen riesgo. Una mayor demanda de dólares explica por qué la Reserva Federal es capaz de incrementar la oferta de dólares sin que el valor del dólar se deprecie, es decir, sin que haya inflación. Si la demanda de dólares es muy alta, entonces, aunque ahora mismo el marco estatutario de la reserva federal no sea idóneo, la demanda sigue siendo muy alta y eso pesa más que cualquier desprestigio de la Reserva Federal.

Por lo tanto, parece que el dólar seguirá siendo la moneda de reserva oficial en el mundo durante un tiempo más.

### 3.4.1 Sistemas de tipos de cambio utilizados en la actualidad

En la siguiente tabla se muestran los distintos tipos de cambio que se utilizan actualmente en el mundo:

TIPO	CATEGORÍAS				
<b>1. TIPOS DE CAMBIO FIJO CON PARIDAD FIJA O DURA</b>	Acuerdo de intercambio sin moneda de curso legal propia	Junta Monetaria  O acuerdo de caja de conversión			
<b>2. TIPOS DE CAMBIO FIJO CON PARIDAD BLANDA</b>	Acuerdo convencional vinculado	Tipos de cambio fijos dentro de bandas horizontales	Acuerdos de estabilidad	"Crawling peg"	"Crawl like arrangement"

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

3. TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES O FLEXIBLES	Flotación regulada	Flotación libre			
4. Residual	Otros acuerdos gestionados				

Tabla 3.4. Fuente: Creación propia a partir del "Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions"

Todas las definiciones que se muestran a continuación están recogidas por el Fondo Monetario Internacional en el estudio anual de 2018 "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions".

### 1. TIPOS DE CAMBIO FIJOS CON "PARIDAD DURA"

Establece un tipo de cambio fijo entre una moneda nacional (generalmente la de un país pequeño) y otra moneda nacional (generalmente la de una potencia industrial). En otras palabras, un país "vincula" el valor de su moneda al valor de otra moneda. Esto lo hacen comúnmente países con un historial de inestabilidad monetaria y se utiliza como un medio para restaurar y mantener el orden. Limitan la posibilidad de una política monetaria autónoma (independiente) en un país.

El número de países en esta categoría permaneció sin cambios en 24. Los cambios en esta categoría son raros, ya que los países con tales acuerdos tienden a mantener sus políticas cambiarias a largo plazo, a menos que sus economías experimenten grandes cambios estructurales.

#### Acuerdo de intercambio sin moneda de curso legal propia

Situación en que la única moneda de curso legal es de otro país, o el país es miembro perteneciente a una unión monetaria. En este régimen el país renuncia al control monetario, ya que las autoridades monetarias nacionales son excluidas a la hora de tomar decisiones respecto a políticas monetarias independientes.

### Acuerdo de caja de conversión

Es un régimen monetario basado en un compromiso legislativo de canjear moneda nacional por una moneda extranjera especificada a un tipo de cambio fijo, en el cual las autoridades emisoras aceptan ciertas restricciones que aseguran el cumplimiento de su obligación legal.

Un caso idóneo fue el patrón oro, donde todas las monedas tenían un tipo de cambio fijo con respecto al metal precioso, estableciendo una cuenta de la cantidad oro que se asociaba a una unidad monetaria. O, más tarde, la asociación entre el dólar y las restantes monedas nacionales.

## **2. TIPOS DE CAMBIO FIJO CON PARIDAD BLANDA**

La paridad fija, pero con mayor flexibilidad, también conocida como paridad blanda, establece que el valor de la moneda se mantiene estable frente a una moneda “ancla” o una cesta de monedas. El tipo de cambio puede vincularse al ancla dentro de una banda estrecha (+1% o -1%) o amplia (de hasta +30% o -30%) y, en algunos casos, la paridad fluctúa a lo largo del tiempo, dependiendo por lo general de las diferencias entre las tasas de inflación de los países. En Costa Rica, Hungría y China se usa este tipo de paridad.

### Acuerdo convencional vinculado

En el régimen convencional de tipo fijo el banco central de un país establece el valor de su moneda con márgenes de +/- 1% sobre una divisa o canasta o cesta de divisas. Es idéntico al sistema de Bretton Woods, donde un país fija su moneda a otra o a una canasta de monedas con una banda de variación que no excede el  $\pm 1\%$  alrededor de la paridad central.

### Tipos de cambio fijos entre bandas horizontales

El valor de la moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación de por lo menos  $\pm 1\%$  en torno a un tipo de cambio fijo central o el margen entre los valores máximo y mínimo del tipo de cambio excede del 2%. Existe un grado limitado de discrecionalidad de la política monetaria, que depende de la amplitud de la banda.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

### Acuerdos de estabilidad

Implica un tipo de cambio del mercado spot que se mantiene dentro de un margen del 2% durante seis meses o más (con excepciones) y sin flotación. El margen de estabilidad requerido puede cumplirse con respecto a una sola moneda o una canasta de monedas. No implica un compromiso político.

### “Crawling peg”

La divisa es ajustada periódicamente en pequeñas cantidades a un tipo fijo o en respuesta a cambios en ciertos indicadores cuantitativos, como los diferenciales de inflación pasada en relación con los principales socios comerciales, diferenciales entre el objetivo de inflación y las expectativas de inflación de los principales socios comerciales.

Esta técnica ayuda a prevenir, o al menos a amortiguar, la especulación sobre la divisa. Por estas razones, este sistema tipo de cambio es comúnmente usado para monedas débiles.

### “Crawl like arrangement”

El tipo de cambio debe permanecer dentro de un margen estrecho del 2% en relación con una tendencia identificada estadísticamente durante seis meses o más (con excepciones). El acuerdo no puede considerarse flotante.

Los acuerdos a menudo ajustan sus tipos de cambio en respuesta a eventos externos, incluidas las diferencias en inflación entre países, presiones sobre los flujos de capital y nuevas tendencias en el comercio mundial. Como resultado, a menudo son reclasificados a otras categorías dentro del grupo de paridad blanda.

## **3. TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES O FLOTANTES**

Los tipos de cambio flexibles pueden ser definidos como regímenes cambiarios determinados por la oferta y demanda globales de una divisa. En otras palabras, son precios determinados por el mercado que pueden cambiar rápidamente debido a la oferta y demanda, y no están fijados ni controlados por los bancos centrales.

Flotación dirigida

La autoridad monetaria trata de influir en los movimientos del tipo de cambio sin especificar una trayectoria predeterminada ni un objetivo concreto para el tipo de cambio. Los indicadores utilizados para regular el tipo de cambio son, en general, el saldo de la balanza de pagos, el nivel de las reservas internacionales y la evolución del mercado paralelo, y los ajustes pueden no ser automáticos.

Flotación libre

El tipo de cambio queda determinado por el mercado, y la intervención en el mercado cambiario es esporádica y discrecional, y normalmente tiene por objeto moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, pero no establecer su nivel.

#### 4. OTROS ACUERDOS RESIDUALES

Esta categoría es residual y se utiliza cuando el acuerdo de tipo de cambio no cumple los criterios de ninguna de las otras categorías.

Este tipo de cambio es característico de períodos durante los cuales las condiciones volátiles del mercado cambiario dificultan el uso de tipos cambiarios más claramente definidos.

Como vemos en la gráfica 3.4.1, la U.M.E. se sitúa a la izquierda, donde existe menor flexibilidad del tipo de cambio y mayor pérdida de autonomía de la política monetaria.

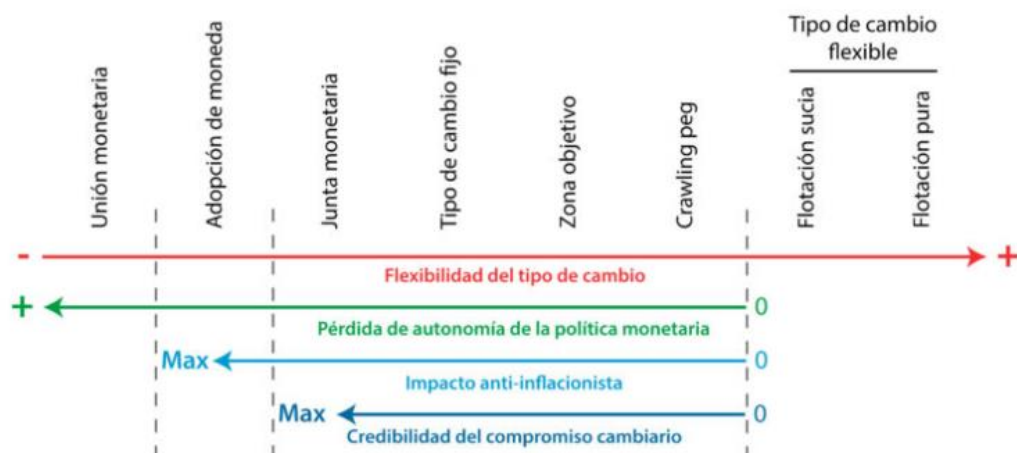


Gráfico 3.4.1 Fuente: Web de Polinomics. Disponible en: <https://policonomics.com/es/crawling-peg/>

### **3.4.2 Críticas al SMI actual y visión a futuro**

Estudios como el de Raventós, F. (2018) indican que la elevada deuda global amenaza la estabilidad económica y ello exige una respuesta internacional coordinada al más alto nivel. Son muchos los factores de riesgo: la inestabilidad geopolítica, el aumento del proteccionismo, la política de aislamiento de EE.UU. y la constante emisión de dólares para cubrir su déficit.

Según el Instituto Internacional de Finanzas, la deuda global alcanza ya 233 billones de euros, el 324% del PIB.

Como indica en su artículo Emmanuel Farhi (2019), el actual predominio del dólar convierte a Estados Unidos en el banquero del mundo. Como tal, goza de privilegios exorbitantes y carga con tal volumen de deberes. Directa o indirectamente, es el proveedor de activos seguros y líquidos al resto del mundo, el emisor de la moneda dominante en la facturación comercial, la mayor fuerza de la política monetaria mundial y el principal prestamista de última instancia, pero su dependencia de la política interior americana, el elevado montante de dólares que hay en el mercado para cubrir su permanente déficit y el fuerte peso de la economía china y otros países emergentes empieza a cuestionar su primacía.

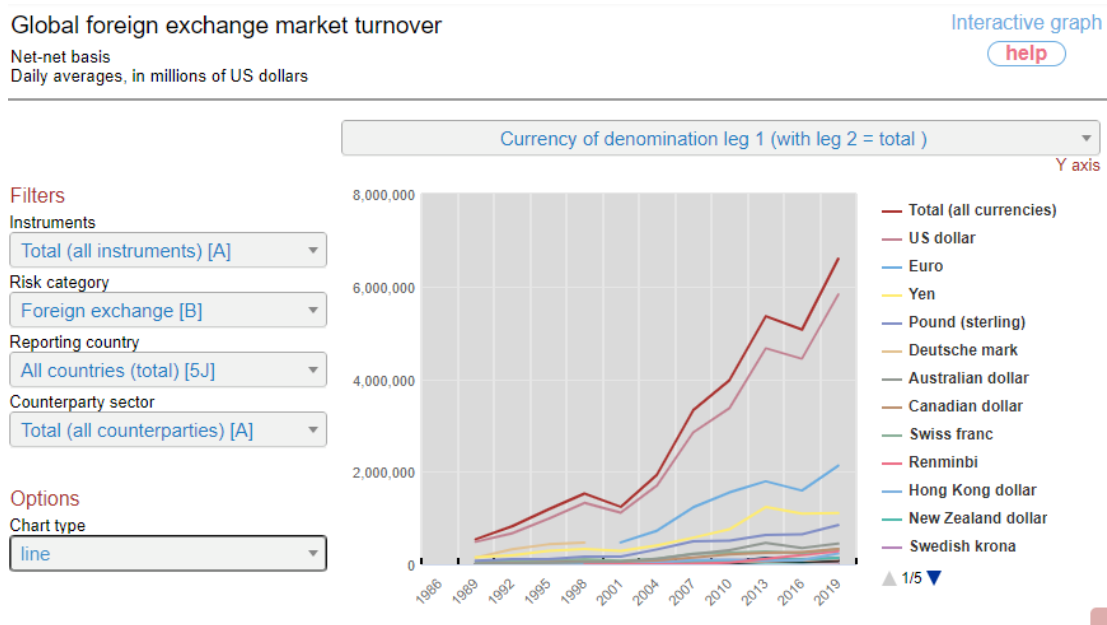


Gráfico 3.4.2 Fuente: Datos extraídos a través de la web bis.org “Bank for International Settlements”



En la gráfica 3.4.2 se muestra como el dólar sigue siendo la divisa más utilizada, con diferencia, en el volumen de negocios del mercado de divisas, pero a largo plazo, la única manera de que Estados Unidos pueda satisfacer la creciente demanda mundial de activos seguros es abusando de su propia capacidad fiscal y financiera, lo cual podría minar la confianza de los inversionistas en el dólar y dar lugar a volatilidad y crisis.

Como muestra el artículo de Lluís Pellicer (2019) la zona del euro y China han adoptado algunas medidas agresivas para reforzar el papel internacional de sus monedas, pero la reputación y las instituciones no se construyen de la noche a la mañana.

Como afirma el doctor en economía Juan Ramón Rallo (2019), “De habernos mantenido dentro de un cierto patrón oro con finanzas estatales saneadas, ni la inflación galopante hubiese hecho su aparición ni, en consecuencia, los tipos de interés se hubiesen tenido que disparar para estabilizar la demanda global de dólares.”

No quiero profundizar en este tema ya que es muy extenso pero muchos expertos aseguran que el futuro del sistema monetario internacional está en manos de las criptomonedas, como el Bitcoin, Ethereum, el nuevo mundo de los Tokens, etc. Ya que estas monedas globales no conocen de fronteras, no pertenecen a nadie, sin intermediarios en las transacciones y con tasas e impuestos mínimos.

Por otro lado, los bancos están trabajando sobre el tema de las “CBDC” (Central Bank Digital Currency), la forma digital del dinero fiduciario. Según estudios como el de Santiago Fernández de Lis y Olga Gouveia (2018) para el BBVA, al menos 17 gobiernos de todo el mundo actualmente están explorando los usos potenciales de las monedas digitales de banco central. Como afirman Juan Ayuso y Carlos Conesa (2020), se trata de un interés que data de hace unos años pero que cobra fuerza en los últimos meses debido al auge de criptomonedas y el lanzamiento de criptomonedas ancladas o “*stablecoins*”.

Según una encuesta del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, el 70 por ciento de los 63 bancos centrales que respondieron al estudio están analizando e investigando las monedas digitales públicas, un porcentaje superior a la misma encuesta del año anterior.

Por un lado, una moneda digital pública servirá como medio de pago, al facilitar las transacciones económicas. Por otro lado, también será una unidad de cuenta y un depósito de valor (al contrario que las monedas digitales privadas, cuya elevada volatilidad las aleja de poder ser un depósito de valor). Asimismo, cumplirían la cuarta función del dinero que se adicionó posteriormente: ser un medio de pago diferido.

## **4. UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA**

### **4.1 Concepto**

Como afirma la autora Arroyo M.J. (2018) la Unión Económica y Monetaria (UEM) es uno de los objetivos más ambiciosos de la Unión Europea que se ha ido implementando de forma paulatina en varias etapas. Este proceso de integración europea ha establecido una moneda común en sus Estados miembros (el euro) e instaurado mecanismos para coordinar las políticas económicas y presupuestarias de los Estados miembros.

### **4.2 Objetivos de la U.E.M.**

En primer lugar, los beneficios que pueden derivarse de la supresión de los tipos de cambio bilaterales en Europa. Los más importantes son:

- La eliminación de los costes de transacción derivados de los cambios de monedas en las transacciones intraeuropeas.
- La eliminación del riesgo y la incertidumbre asociados a la volatilidad cambiaria dentro de la zona euro, lo que a su vez se espera que afecte positivamente al comercio y a la inversión internacional.
- Mayor transparencia en la formación de precios, al reducirse la posibilidad de fraccionar nacionalmente los mercados y discriminar precios. Los países ya no podían devaluar su moneda para competir contra el resto.

En segundo lugar, reforzar la estabilidad monetaria y la potencia financiera de Europa, poniendo fin a cualquier posibilidad de especulación entre las monedas comunitarias, garantizando una cierta invulnerabilidad de la nueva moneda frente a la especulación internacional y ofreciendo al euro la posibilidad de convertirse en una importante moneda de reserva y de pago.

### **4.3 Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento**

El 7 de febrero de 1992 se firmó en la ciudad neerlandesa de Maastricht el Tratado de la Unión Europea, que representó un nuevo paso en la integración de los países miembros de la entonces Comunidad Económica Europea. Ésta había nacido en 1957 del deseo de reconciliar a los países europeos que se habían enfrentado en dos guerras mundiales y de aumentar la cooperación económica entre ellos.

Su principal objetivo fue encaminar a la Unión Europea a una política exterior y monetaria comunes, junto con la creación de un Banco Central para el año 1999. Asimismo, el tratado buscaba iniciar una seria consideración sobre unas políticas comunes de defensa, de ciudadanía y de protección del medio ambiente.

Según datos oficiales de la Comisión Europea, El Tratado de Maastricht especifica que los miembros de la UE deben satisfacer diversos criterios de convergencia económica antes de ser admitidos en la UEM. Entre estos criterios cabe destacar:

- La tasa de inflación del país no debe ser superior, en más de 1,5 puntos porcentuales, a la media de los tres estados miembros de la UE con menor inflación.
- El país debe haber mantenido un tipo de cambio estable dentro del MTC sin haber devaluado por iniciativa propia.
- El país debe tener un déficit público no superior al 3% de su PIB (excepto en circunstancias excepcionales y transitorias).
- El país debe tener una deuda pública inferior o cercana a un nivel de referencia del 60% de su PIB.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se introdujo en el contexto de la tercera fase de la unión económica y monetaria y fue concebido para asegurar que los países de la Unión Europea (UE) mantuvieran unas finanzas públicas saneadas tras la introducción de la moneda única.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

La UEM tiene numerosas instituciones y organismos tales como:

Parlamento Europeo	Consejo Europeo	Consejo de la Unión Europea	Comisión Europea	Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE)
Banco Central Europeo (BCE)	Tribunal de Cuentas Europeo (TCE)	Servicio Europeo de Acción Exterior (SEAE)	Comité Económico y Social Europeo (CESE)	Comité Europeo de las Regiones (CDR)
Banco Europeo de Inversiones (BEI)	Defensor del Pueblo Europeo	Supervisor Europeo de Protección de Datos (SEPD)	Comité Europeo de Protección de Datos (CEPD)	Organismos interinstitucionales

Tabla 4.3 Fuente: Creación propia a partir de los datos de la web oficial del Parlamento Europeo.

## **5. Áreas monetarias óptimas**

### **5.1 Concepto y teoría de Mundell**

La primera aportación a cerca de la teoría de las áreas monetarias óptimas la desarrolló el Premio Nobel de Economía, Robert Mundell, con su artículo “The Theory of Optimum Currency Area”, más conocido por el modelo Mundell-Fleming, creado junto a Marcus Fleming.

Un área monetaria óptima la conforman un grupo de países cuyas economías están tan estrechamente vinculadas a través del comercio internacional y de los movimientos de factores productivos que les puede resultar beneficioso establecer una moneda única. Este resultado se desprende de haber concluido que un área de tipo de cambio fijo servirá mejor a los intereses económicos de cada uno de sus miembros si el grado de comercio de productos y factores entre las economías participantes es elevado.

La teoría sobre las áreas monetarias óptimas surgió a principios de los años sesenta y tenía el propósito de analizar en qué condiciones les puede resultar de interés a distintos países formar una unión monetaria, o lo que es lo mismo, compartir una misma moneda.

La literatura sobre áreas monetarias óptimas en buena parte surgió por el debate de qué régimen cambiario era el mejor para Canadá, dados los importantes flujos comerciales que mantenía con Estados Unidos.

En la teoría creada por Mundell en 1961, un área monetaria óptima se conoce como una economía con varias regiones y una sola moneda, que ha sido capaz de conseguir el equilibrio interno (pleno empleo y estabilidad de precios) y el equilibrio externo (situación sostenible en balanza de pagos). Establecía que la movilidad de factores, principalmente la de mano de obra, es capaz de sustituir a las variaciones en la tasa de cambio, para restaurar, ante un choque asimétrico, tanto el equilibrio interno como el externo. Es decir, la flexibilidad del tipo de cambio (e incluso su existencia), no sería necesaria.

Mundell también trató de investigar si una vez se crea la zona, si se produce algún tipo de conmoción económica van a verse afectadas de forma distinta, de forma asimétrica, las distintas regiones y qué tipo de soluciones deberían existir o condiciones dentro del área para que ese choque asimétrico no se produjera.

La teoría de las áreas monetarias óptimas ha evolucionado profundamente desde los estudios iniciales de Robert Mundell en 1961.

## 5.2 Teorías complementarias

A raíz de este estudio, Ronald McKinnon crea su aportación adicional en 1973, que introduce la **apertura comercial** como un elemento esencial en la definición de las áreas monetarias óptimas.

Podemos medir la apertura comercial de los países ya sea medida en términos de P.I.B. o por la relación entre productos comerciables y los no comerciables. Tener una amplia apertura comercial genera la ventaja de poder sincronizar los ciclos del crecimiento haciendo más improbables los impactos asimétricos.

También, como se ha podido comprobar, si analizamos economías pequeñas y muy abiertas al exterior, la utilidad del tipo de cambio es bastante pequeña ya que, por ejemplo, una depreciación de su moneda no genera una mayor competitividad de sus exportaciones: se traduce en un incremento casi automático de precios y salarios, contrarrestando cualquier ganancia de competitividad procedente de la depreciación.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Peter Kenen, en los años 1969 y 1995, introduce un criterio adicional para delimitar un área monetaria óptima. Este criterio se refiere a la importancia de la **diversificación productiva**. Kenen defiende que cuantas más regiones tenga un país más diversificada será su economía (en esta idea, una región es un conjunto similar de productores que utilizan igual tecnología, abastecen una misma demanda también homogénea y, por lo tanto, mantienen el mismo ciclo productivo).

Esto es de gran ayuda ya que ante posibles choques asimétricos el ajuste en términos de desempleo no es tan drástico, ya que la mayor diversificación aumenta las oportunidades laborales para los trabajadores.

Kenen también consideraba que las transferencias fiscales permitían compensar los efectos asimétricos de la crisis en uniones monetarias, toda vez que generaba desplazamientos de la demanda agregada de una región que supera la crisis hacia otra que no lo hace.

Más adelante se desarrollaron otras ideas complementarias sobre las A.M.O. Por ejemplo, el de las **preferencias homogéneas** que defiende Richard Cooper, en 1969. Define que un área monetaria óptima es aquella donde las poblaciones de los diferentes países que las integran comparten un mercado en común y unas preferencias (relativas) iguales o cercanas en términos de estabilidad macroeconómica, tasa de desempleo, nivel de inflación, etc.

Recientemente encontramos a P. de Grauwe (2009) quien define la nueva teoría de las A.M.O. Introduce el análisis del **coste-beneficio y la credibilidad de las autoridades** como elementos esenciales para considerar a un área monetaria como óptima.

Si en un país la credibilidad de sus autoridades monetarias es baja, una política de reducción de la inflación no necesariamente resulta en un crecimiento del desempleo o viceversa. Esto genera que los países con menor credibilidad estén interesados en integrarse en un área monetaria y así beneficiarse de la reputación y credibilidad de los otros países. Y en la parte contraria, los países con mejor reputación y autoridades más prestigiosas no tendrían tan claro el beneficio de integrarse con las que tienen menor credibilidad salvo que pueda crear una hegemonía.

J. Frankel y K. Rose (1998) en su estudio “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria” sostienen que los criterios para formar un A.M.O. no necesariamente deben cumplirse antes del suceso ya que la **endogeneidad** puede permitir que se cumplan después del proceso.

Al formar una zona monetaria óptima juntando países que son muy heterogéneos, como los europeos, según la teoría de las zonas monetarias óptimas es probable que esa unión no funcione, pero puede poner en marcha procesos endógenos que generará que los países vayan adquiriendo las características o las propiedades necesarias que hagan que esa zona monetaria termine funcionando, es decir, hace que los países se vayan igualando. Esto es lo que se conoce como hipótesis de endogeneidad.

A partir de esta teoría se han ido desarrollando una gran cantidad de estudios en los que destacan que las uniones monetarias incrementan la apertura comercial, aumentan la sincronía de los ciclos económicos, hacen que los precios de los bienes tiendan a igualarse, los mercados dejen de estar segmentados y que ya existe tanta discriminación de precios entre países porque estamos más armonizados en cuanto, por ejemplo, a las barreras comerciales y no comerciales, entre otros muchos logros.

Todas estas aportaciones anteriores definen las principales condiciones objetivas de la teoría de las áreas monetarias óptimas: movilidad de factores, apertura comercial, diversificación productiva, integración financiera, preferencias homogéneas, reputación institucional... de las cuales hablaremos a continuación.

### **5.3 Principales características o condiciones necesarias en un área monetaria óptima.**

Conviene destacar las características principales que debe tener la zona monetaria para que efectivamente sea resistente a las posibles adversidades que se producen en términos económicos en el mundo. Los países deben tener ciertas propiedades que hagan que los riesgos de que se produzcan “choques” se reduzcan:

1. En primer lugar, como comentaba más arriba, es importante que los países sean **estructuralmente similares**, es decir, que la forma de organizar estructuralmente la economía sea parecida.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Países que tengan un alto sector de terciario frente a países que tengan uno bajo tendrían estructuras descompensadas, entonces se podrían producir fenómenos que afectasen de manera diferente a la economía.

Por ejemplo, imaginemos que un país como Rumanía sufre una gran sequía, pues esa gran sequía afectaría a toda la zona monetaria. Entonces, si los países son más o menos uniformes este tipo de problemas se reducen y al mismo tiempo permitiría que el ciclo económico de cada país se sincronizara.

### 2. En segundo lugar, tendríamos las características o las propiedades de **flexibilidad**.

Una vez que se produce un choque y ese choque es asimétrico, imaginemos que los países no son estructuralmente iguales, pero existen mecanismos que pueden amortiguar el efecto negativo que se puede producir por un choque económico que les venga del exterior. Generalmente se citan dos elementos que son la **flexibilidad de precios y la flexibilidad de los mercados laborales**.

Si las condiciones económicas que tienen los países miembros de la unión no llegan a ser lo suficientemente homogéneas necesitamos cierta flexibilidad de precios que nos permita ajustar los mismos para volver a ser competitivos en caso de sufrir un choque.

Entonces, lo que dice la teoría de Mundell es que, si los países tienen ciclos económicos sincronizados, es decir, que actúan de forma similar en su desempeño económico, existe una flexibilidad dentro del área para que, cuando se produce alguna conmoción, se reasignen recursos de forma flexible entre las distintas áreas de la zona. Si la zona monetaria tiene la posibilidad de ser elástica, esto va a permitir la supervivencia.

Al formarse la unión monetaria el uso del tipo de cambio como herramienta de ajuste queda invalidado, por lo que se necesita cierta flexibilidad en los mercados para hacer frente a los posibles contratiempos. Es muy importante también garantizar la estabilidad de precios dentro de la Unión, ya que si los precios no evolucionan de la mano entre países vamos a tener desfases de competitividad que se traducen en desequilibrios macroeconómicos.



Por ejemplo, si de repente la demanda de productos en Alemania crece mucho y en España se reduce, el desempleo que se va a producir en un país y la restricción de trabajadores o la escasez de trabajadores que se va a producir en el otro debería poder compensarse, debería poder haber algún mecanismo que redistribuya recursos productivos.

### Como dato actual:

De Grauwe publicó en 1975 un artículo a cerca de la curva de Phillips que plantea que la convergencia en las preferencias gubernamentales resulta decisiva a la hora de evaluar el “trade-off” entre inflación y desempleo a corto plazo.

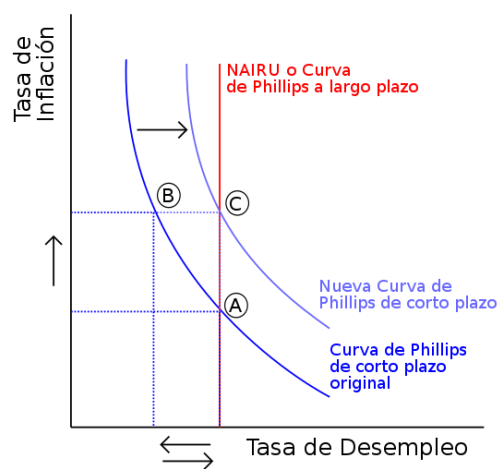


Gráfico 5.3 Fuente: Apuntes generales macroeconomía

En la actualidad estamos viendo como políticas expansivas por parte de los bancos centrales no generan la inflación esperada, incluso con tasas muy bajas de desempleo como el caso de EEUU tampoco se observaban variaciones en la tasa de inflación. Por tanto, la curva de Phillips que se creía que era vertical a largo plazo, de tal manera que no se podía reducir la tasa de paro estructural si no que como mucho podías alimentar la inflación, ahora hay economistas que dicen que puede llegar a ser horizontal. Es decir, que el banco central puede implementar políticas monetarias expansivas sin que ello afecte a la tasa de inflación, pero sí afectando a la tasa de desempleo. De esta manera el banco central puede promover la reducción del desempleo sin que su moneda se deprecie.

Es el caso de la Reserva Federal, que recientemente ha comunicado que su primera intención será la de cuidar los niveles de desempleo dejando a un lado el valor de su moneda y la estabilidad de precios, si existe un conflicto entre ambos.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

De esta manera se les dice a los agentes económicos que mientras la tasa de paro siga muy alta, aunque observen que los precios siguen creciendo, la reserva federal no va a subir los tipos de interés si no que seguirá la política expansiva hasta que la tasa de desempleo llegue al mínimo. El nuevo objetivo es la inflación media a largo plazo del 2%.

### 3. Grado de **apertura exterior** de la economía (McKinnon, 1963).

McKinnon defiende el grado de apertura exterior de una economía como el factor esencial para deliberar acerca de la creación de un área monetaria. Podemos estimar el grado de apertura al exterior de un país de una forma más genérica, como el cociente del total de sus exportaciones e importaciones entre el PIB  $((X+M)/PIB)$ .

De esta fórmula podemos concluir que cuanto más abierto llegue a estar un país al exterior más dañino puede suponer un sistema de tipos de cambio flexibles en términos de precios internos. Por ello, sería conveniente estabilizar al máximo la tasa cambiaria, para así estabilizar los precios.

Además, los efectos del tipo de cambio como herramienta de ajuste son tanto menores cuanto mayor sea el grado de apertura del país. Si se deprecia la moneda, pero el país está muy abierto al exterior, la depreciación cambiaria provocará un fuerte aumento del nivel de precios interno del país. De este modo, la operatividad del tipo de cambio como herramienta de ajuste se vuelve muy reducida: ganas competitividad al depreciar la moneda, pero como esto conlleva un aumento de los precios internos, esa ganancia de competitividad resulta muy poco significativa. En otras palabras, el coste de perder el tipo de cambio es menor cuanto mayor sea la apertura al exterior de esa economía.

### 4. Otra es la **integración**, financiera y fiscal, es decir, que los países no solamente tengan un grado de apertura comercial hacia el exterior importante, sino que el comercio entre ellos sea representativo, porque así quedan vinculadas sus economías. Consiguiendo esto, los choques que les afectan a unos pueden transmitirse de la misma forma hacia los otros.

Ciertos autores como Kenen afirman que cuando existen choques de tipo asimétrico, es decir, golpes de la economía mundial que pueden afectar de forma distinta en las regiones del área, un posible mecanismo de solución sería hacer transferencias fiscales, es decir, si hay paro en España y no hay paro en Alemania debería haber transferencias fiscales desde Alemania a España para tratar de soportar la reducción de consumo y de demanda que se va a producir en nuestro país si se cumplen estas propiedades.

Tras todas estas características quiero remarcar que la decisión de un país de unirse a un área monetaria viene determinada por la diferencia entre la ganancia de eficiencia monetaria obtenida y la pérdida de estabilidad económica resultante de la decisión de unirse.

#### 5.4 CASO PRÁCTICO: ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Comencemos el caso práctico analizando el primer elemento clave para minimizar las perturbaciones del mercado, que es la **similitud de la estructura económica**, especialmente respecto a los tipos de productos producidos. El núcleo de la zona euro es un grupo bastante homogéneo de países desarrollados en los cuales el sector servicios es muy importante y el sector productivo es moderno y competitivo, puede exportar de forma fácil hacia el exterior. Con lo cual, este es un criterio que parece haberse cumplido, la endogeneidad ha actuado en este caso ya que ha permitido que posteriormente a la unión económica y monetaria los países hayan ido igualando sus estructuras económicas.

- ✓ **Resultado:** En este primer aspecto, el área monetaria ha cumplido el objetivo de igualar las estructuras económicas de países tan heterogéneos.

Ahora, analizamos en el **grado de apertura** de los países:

En la tabla 5.4.1 (que muestro en la siguiente hoja) aparece el porcentaje de comercio intracomunitario total en proporción al PIB de la UE en los últimos años. Para realizarla he utilizado el dato de exportaciones e importaciones total del comercio intraeuropeo mostrado en el gráfico 5.4. y lo he dividido entre el PIB total de la unión europea a lo largo de los años 2014-2019.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Como podemos ver, en 2019 el comercio entre países europeos fue en torno al 34,11% del PIB, lo que indica un grado de apertura intermedio entre los países de Europa.

El volumen de comercio en Europa es bastante representativo ya que, según los datos de la guía de estadística de intercambio de 2018 lanzada por la comisión europea, el 58,7% de las importaciones de Europa han sido desde otros países de la Unión y del total de exportaciones, el 61% han sido hacia otros países de la Eurozona. Por lo tanto, son datos que afirman que en este sentido la unión económica fue un gran acierto. Puede que este aumento a lo largo de los años haya sido gracias a las menores barreras y restricciones en el mercado europeo.

✓ **Resultado:** la UE ha mejorado el comercio europeo.

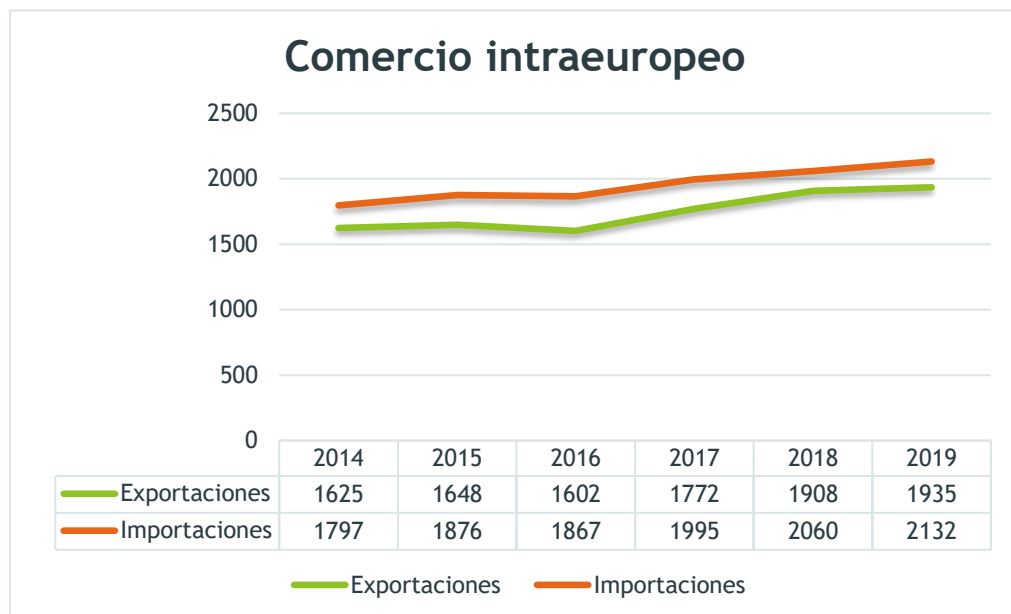


Gráfico 5.4. Fuente: Creación propia a partir de datos recogidos en Eurostat. Nota: Datos en millones €.

Fecha	PIB anual (datos en millones de €)	%PIB
2019	11.920	34,118629%
2018	11.572	34,290773%
2017	11.206	33,615581%
2016	10.816	32,072253%
2015	10.524	33,484330%
2014	10.132	33,775158%

Tabla 5.4.1. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat

Ahora pasamos a analizar la **flexibilidad los precios y los factores productivos**.

En cuanto a la **flexibilidad de precios y salarios** podemos decir que la intensidad de la legislación laboral en Europa es muy grande y heterogénea y es un factor que impide que se pueda flexibilizar el coste de la mano de obra entre los factores productivos y, por lo tanto, que esto se pueda trasladar a los precios. De tal forma que cuando se produce un impacto que es asimétrico entre las distintas regiones, la variación de precios y la asignación de recursos no te permite absorberlo. Entonces, este es el primer problema que encontramos que tiene el euro como zona monetaria óptima.

- × **Resultado:** El área monetaria en ese sentido no es óptimo ya que existe demasiada legislación laboral y es heterogénea entre los países de Europa.

Seguimos con los datos de **movilidad del factor productivo**.

Analizando los datos de residentes en la unión europea que se mueven de un país a otro dentro de Europa. En 2018, según el Instituto Nacional de Estadística, de los 220 millones de personas ocupadas de entre 20 y 64 años en la UE, 1,3 millones (0,6 % de todos los ocupados), se encontraban en esta situación.

En 2018, la mayoría de los trabajadores transfronterizos entre los Estados miembros vivían en Polonia y trabajaban en Alemania (125 000 personas), vivían en Francia y trabajaban en Luxemburgo (88 000), vivían en Alemania y trabajaban en Luxemburgo (52 000), vivían en Eslovaquia y trabajaban en Austria (48 000) o vivían en Francia y trabajaban en Bélgica (46 000).

Los trabajadores transfronterizos son en su mayoría hombres del sector de la construcción.

Poco a poco se va haciendo más accesible el trabajar fuera de tu país de residencia gracias a la mejoría del nivel de inglés en la población joven y programas como el Erasmus que ayudan a dar el salto a otro país europeo y quitar el miedo, pero aún es una cifra insignificante entre el total de la población activa, solo el 0,6%.

En este aspecto está claro que las diferencias culturales entre los países de Europa juegan un papel fundamental ya que la diferencia de idiomas y hábitos dificultan la flexibilidad del factor productivo, aspecto que en Estados Unidos no ocurre, la movilidad del factor productivo entre sus estados es más significativa.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

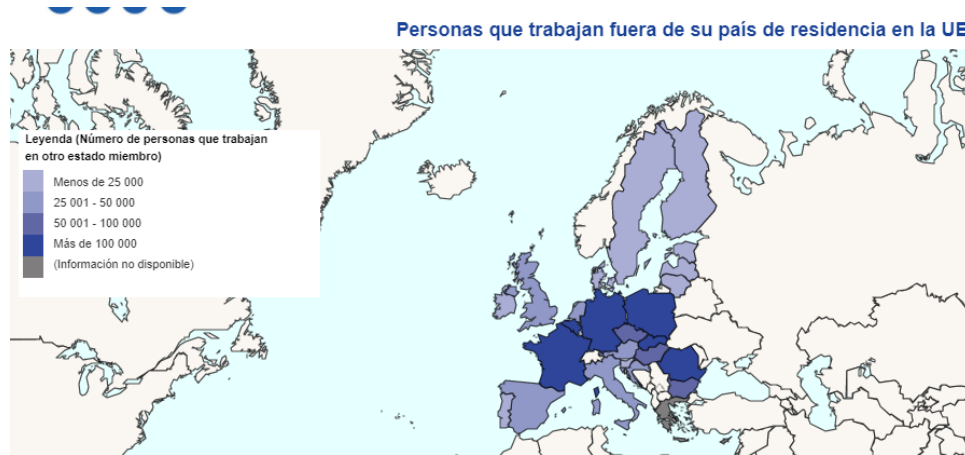


Gráfico 5.4.1 Fuente: Instituto Nacional de Estadística, a través de datos de Eurostat.  
Disponible en: <https://www.ine.es/prodyser/eumove19/bloc-2c.html?lang=es>

- × **Resultado:** En este aspecto el área monetaria tampoco ha resultado beneficioso ya que la cifra del 0,6% es demasiado baja en los tiempos que vivimos.

En cuanto a la **movilidad del factor capital** o “capital flow”.

Podemos ver en la gráfica 5.4.2 cómo han fluctuado los capitales (dato en billones de €) en la eurozona, vemos una banda de fluctuación horizontal desde el año 2013 hasta la actualidad, no termina de alcanzar una tendencia alcista prolongada en el tiempo.

Esta constante se debe a que existe un gran problema según el estudio “A Capital Market Union for Europe” creado por el Fondo Monetario Internacional y es la desigualdad de condiciones: los costes de financiamiento que paga una empresa están enormemente supeditados al país en el que está constituida.

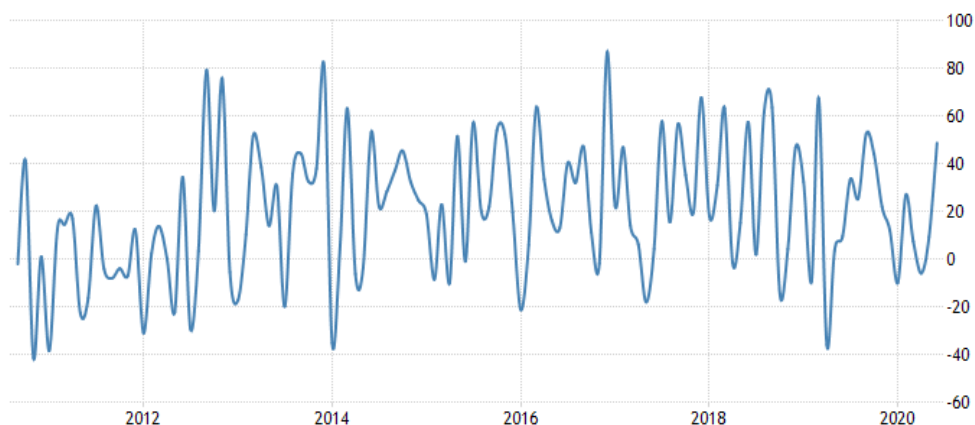


Gráfico 5.4.2 Fuente: Datos recogidos de tradingeconomics.com

Por ejemplo, las compañías griegas pagan una tasa de interés sobre la deuda un 2,5% superior a la de empresas similares del mismo sector en Francia, mientras que las italianas pagan intereses sobre la deuda un 0,8% superiores a los de empresas comparables de Bélgica.

En el estudio se identificaron importantes barreras a una mayor integración de los mercados de capital en Europa. Las respuestas pusieron de manifiesto las deficiencias existentes en cuanto a información sobre empresas cotizadas y no cotizadas en bolsa, prácticas de insolvencia y, en un grado algo menor, regulación de los mercados de capital. También se observó que, en algunos países, la calidad de las auditorías es deficiente, existen procedimientos excesivamente complejos para recuperar los impuestos retenidos de inversiones en el extranjero, y las tasas tributarias son excesivamente elevadas.

- × **Resultado:** El movimiento de factores aún tiene mucho camino por mejorar. Se debe mejorar: la transparencia y la divulgación, contener el riesgo sistémico, mejorar la protección del inversionista y actualizar los regímenes de insolvencia.

Además, como ya comentamos, R. Mundell citaba que la sincronización de los ciclos económicos constituye, con la movilidad del trabajo y del capital, una condición crucial para mejorar la resiliencia económica frente a los shocks externos.

Las últimas dos de estas condiciones ya han dado resultados negativos, veamos ahora qué ocurre con la **sincronización de los ciclos económicos**.

Es importante comenzar hablando a cerca de la **deuda pública y su relación con el PIB**, los estudios señalan que los países con niveles de endeudamiento elevados poseen tasas de crecimiento más moderadas (Italia y España); en tanto que países con baja deuda pública aumentan su PIB (Países Bajos y Alemania). Por ello, en Europa, se forman dos grupos de países, el primero, compuesto por las economías del sur, caracterizadas por crecimientos volátiles y con deuda elevada; y, el segundo, las economías del norte, donde el crecimiento es fuerte y más resiliente a los efectos negativos de la crisis. Además, esto nos provoca una gran fragilidad porque sabemos que esa cantidad de deuda está en clara relación con los tipos de interés que ahora maneja el Banco Central Europeo.

Por lo tanto, estas grandes diferencias de deuda son uno de los principales problemas que dificultan la sincronización de los ciclos económicos en la eurozona.

**Nivel de deuda pública en proporción al PIB**

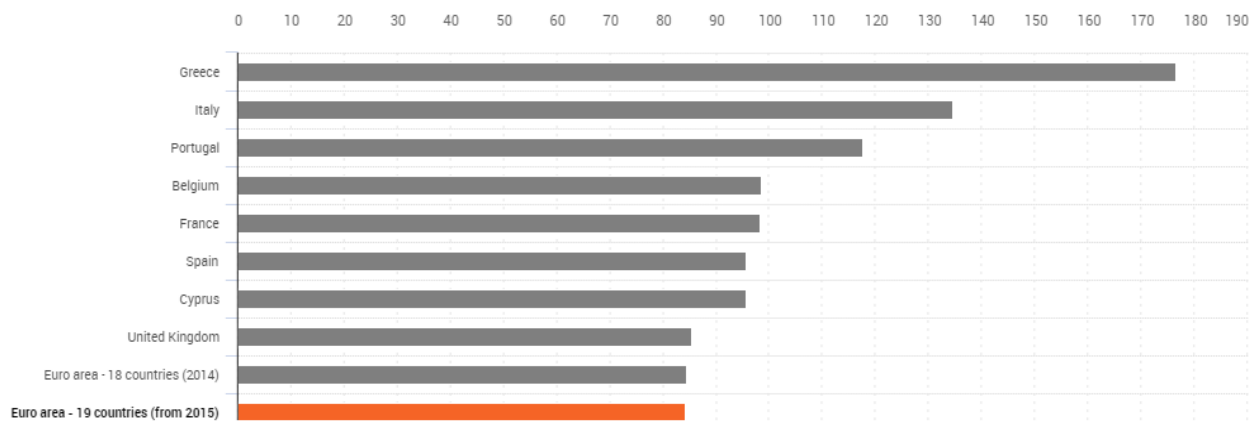


Gráfico 5.4.3 Fuente: Datos extraídos de Eurostat

Además de eso, de acuerdo con una investigación del instituto alemán IFO en el 2016, y autores como Piergiorgio M. (2018) afirman, desde la aprobación de los criterios de Maastricht, todos los socios comunitarios, menos cinco, han incumplido –sin estar en recesión– el límite del déficit del 3%, hasta en 114 ocasiones.

Pero, más sorprendente aún, nunca han llegado a imponerse sanciones. El resultado es que nunca se ha llegado a aplicar una multa a lo largo de los años, pese a infracciones flagrantes y reiteradas de varios países. También, como vemos en la gráfica 5.4.3 se incumple la norma de limitar la deuda al 60% del PIB en muchos países europeos.

Aunque la sincronización de los ciclos haya sido casi perfecta en el período de la crisis, ya que los impactos de ésta afectaron a todos los países en la misma dirección, después de la crisis, la coyuntura comienza a variar.

En primer lugar, después de la crisis destacan tres grupos de países. En el primer grupo (Alemania y Austria) registran mejores rendimientos tanto en sus tasas de crecimiento, productividad e inversiones. El segundo grupo, compuesto por economías del sur (como España e Italia), contabilizan un rendimiento de índole mediana, mostrando variaciones significativas en el tiempo. Finalmente, un tercer grupo de países, Francia y Países Bajos, anotan comportamientos heterogéneos, con tasas de crecimiento medianas, ya sea en lo concerniente al crecimiento, productividad e inversiones, que las sitúan entre los dos grupos de países mencionados con anterioridad.



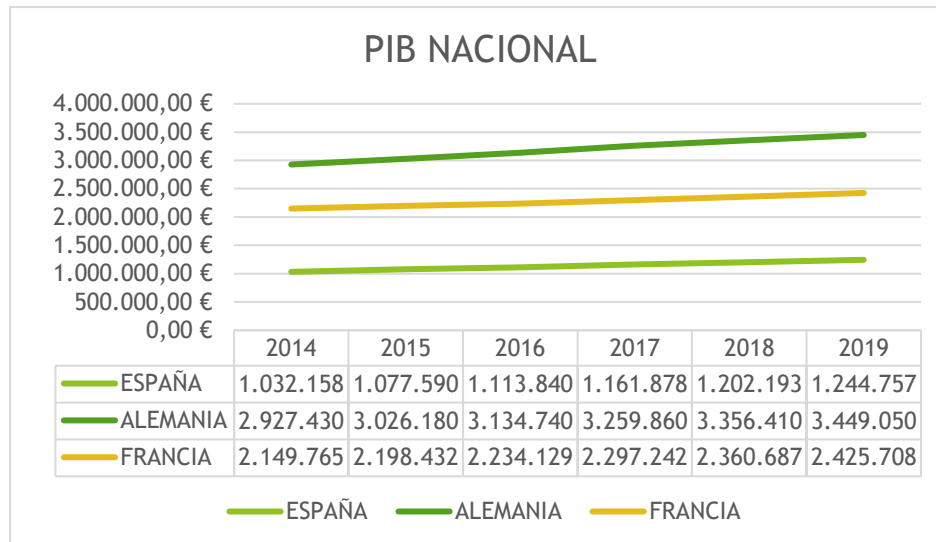


Gráfico 5.4.4: Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

En el gráfico 5.4.4 he cogido un país de ejemplo de cada grupo de países de los que hemos hablado. Aquí podemos comprobar en qué medida crece el PIB en cada uno de los países.

Otro dato que muestra la heterogeneidad, está presente en la tabla 5.4.2, en cuanto a la **balanza por cuenta corriente** de los países, ya que podemos seguir viendo diferencias entre los países del norte y del sur de Europa como ya ocurría en la primera década de los 2000. Alemania es el país que más exporta de Europa y con diferencia.

↑↓	TIME	13 ↓	2014 ↓	2015 ↓	2016 ↓	2017 ↓	2018 ↓	2019 ↓
GEO	↓							
Belgium		1.0	0.8	1.4	0.6	1.2	-1.4	-1.2
Bulgaria		1.3	1.2	0.1	3.2	3.5	1.4	4.0
Czechia		-0.5	0.2	0.5	1.8	1.6	0.5	-0.3
Denmark		7.8	8.9	8.2	7.8	7.8	7.0	7.8
Germany (until 1990 former territory of the FRG)		6.6	7.2	8.6	8.5	7.8	7.4	7.1
Estonia		0.3	0.7	1.8	1.7	2.7	2.0	2.8
Ireland		1.6	1.1	4.4	-4.2	0.5	10.6	-9.4
Greece		-1.4	-0.7	-0.8	-1.7	-1.9	-2.8	-1.4
Spain		2.0	1.7	2.0	3.2	2.7	1.9	2.0
France		-0.5	-1.0	-0.4	-0.5	-0.8	-0.6	-0.7
Croatia		-1.1	0.2	3.2	2.0	3.3	1.9	2.5
Italy		1.1	1.9	1.4	2.6	2.6	2.5	3.0
Cyprus		-1.5	-4.1	-0.4	-4.2	-5.1	-4.4	-6.7
Latvia		-2.7	-2.3	-0.9	1.4	1.0	-0.7	-0.5
Lithuania		1.7	3.5	-2.4	-1.1	0.5	0.3	4.3
Luxembourg		5.4	5.2	5.1	4.9	4.9	4.8	4.5
Hungary		3.5	1.2	2.3	4.6	2.3	0.0	-0.9
Malta		0.1	5.8	2.8	3.8	10.5	11.1	9.8
Netherlands		9.8	8.5	6.3	8.1	10.8	10.8	9.9
Austria		1.9	2.5	1.7	2.7	1.6	2.3	2.6
Poland		-1.3	-2.1	-0.6	-0.5	0.1	-1.0	0.4
Portugal		1.6	0.2	0.2	1.2	1.3	0.4	-0.1
Romania		-0.8	-0.2	-0.6	-1.4	-2.8	-4.4	-4.6

Tabla 5.4.2. Fuente: Datos extraídos de Eurostat.

- × **Resultado:** El resultado en el aspecto de la sincronización de los ciclos económicos también resulta negativa. Por lo tanto, queda bastante claro que el área monetaria no va a poder responder correctamente ante choques exógenos que se puedan producir.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Como hemos visto, nuestros países son completamente heterogéneos, por lo tanto, sabemos que choques exógenos como una crisis financiera muy potente nos va a afectar de forma distinta.

Para terminar el análisis con datos positivos, vamos a tratar dos casos más.

El BCE ha sido el encargado de controlar el euro para centralizar las reservas de todo el sistema financiero y de encargarse de la política monetaria. Su objetivo principal es mantener la inflación en el 2%.

En el siguiente gráfico, aunque parezca que hay mucha dispersión en cuanto a la inflación, la dispersión se sitúa entre el 1 y el 3%, por lo tanto, se logró contener la inflación más o menos a la media que se deseaba por parte del BCE.

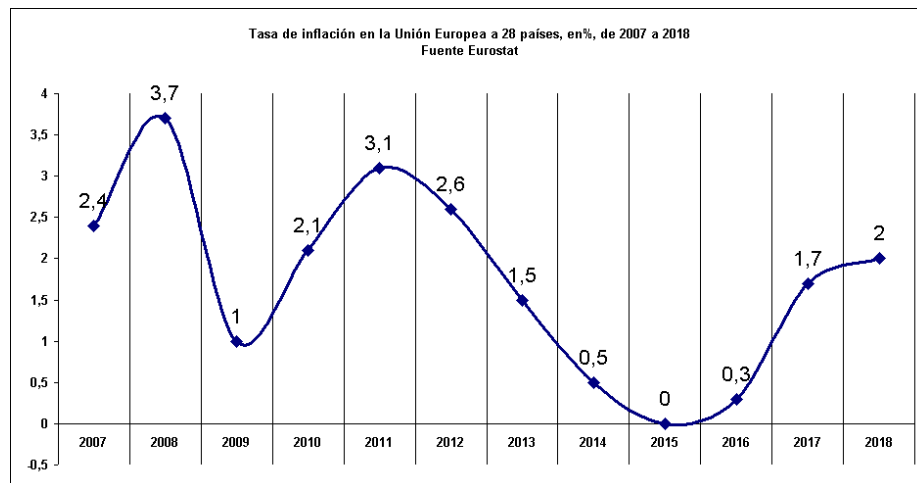


Gráfico 5.4.5 Fuente: Eurostat

En la gráfica 5.4.6 podemos ver el porcentaje de variación de la inflación durante los últimos años de países como Alemania, Grecia, España, Francia y Portugal. Como podemos ver, la inflación ha tenido movimientos similares en este grupo de países de la Eurozona, por lo tanto, en este aspecto la unión económica parece actuar adecuadamente.

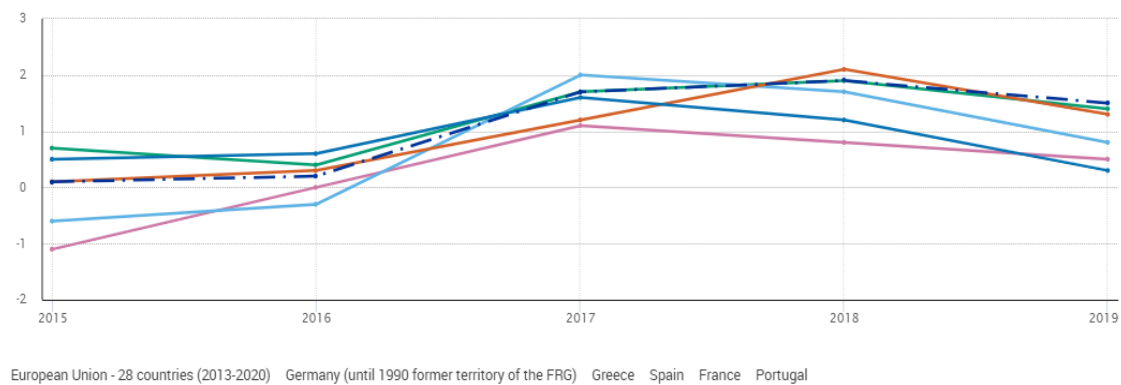


Gráfico 5.4.6 Fuente: Eurostat

En cuanto al **federalismo fiscal**, es decir, en qué medida los países que están en peores circunstancias económicas reciben ayudas por parte del BCE para estabilizar sus cuentas, podemos decir que los países que mejor situación económica tienen están contribuyendo en mayor cantidad que los países en situaciones más desfavorables.

Podemos ver cómo países como Alemania, Reino Unido, Francia son contribuyentes netos de Europa, mientras países como Polonia, Hungría y Grecia son países receptores netos. Una vez los países van mejorando los indicadores su contribución va siendo mayor. Por ejemplo, España en 2019 ha sido contribuyente neto en Europa.

Aunque esto también genera descontentos, ya que los países que son tradicionalmente contribuyentes se quejan de que tienen que ajustarse más por culpa de los países que “despilfarran” el dinero.

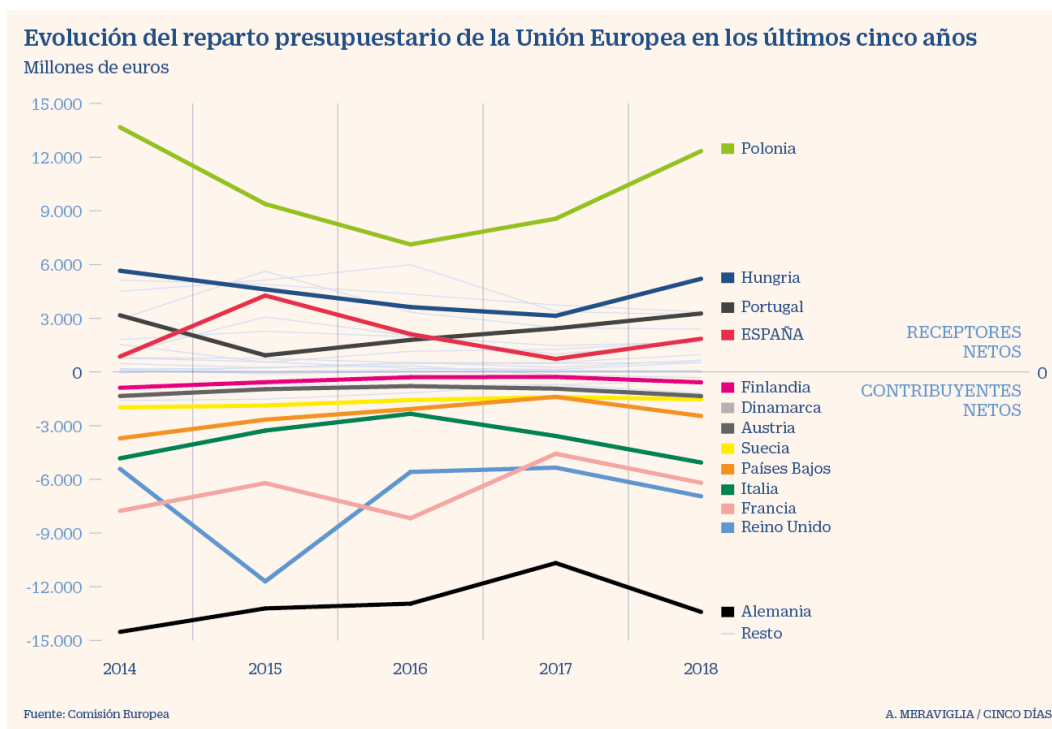


Gráfico 5.4.7 Fuente: Comisión Europea

Más allá de eso, en situaciones como la que estamos viviendo ante el Covid-19, Europa va a destinar un fondo en ayudas a los países más afectados. A España le corresponderían 140.446 millones de euros de este fondo, 77.324 millones de los cuales serían en subvenciones y 63.122 millones de euros estarían disponibles en préstamos, según fuentes comunitarias. Por lo tanto, en este aspecto, Europa está funcionando bien, prestando ayuda a los países que más lo están necesitando, ahora es tarea de los países aprovecharlo o no.

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Entonces, como comentario final, parece que la única alternativa para que este tipo de criterios se cumplieran, debido a la heterogeneidad evidente de los países, sería ir a una estructura de organización en la cual toda la política económica estuviera a nivel supranacional y esta es una de las razones por las cuales, cuando se habla de cómo convertir al euro en una zona efectivamente monetaria óptima, existe por detrás la intención política de empujar a toda Europa a ser una sola nación.

En el punto siguiente trataremos la diferencia entre utilizar tipos de cambio fijo y tipos de cambio variable aplicado a los impactos asimétricos de los que hemos venido hablando en el trabajo.

### **5.5 Problema de los tipos de cambio**

Imaginemos dos países que sufren un choque similar que les afecta de forma distinta. Entonces, ¿de qué forma se solucionaría mejor esa asimetría a la hora de haber recibido el golpe, con un tipo de cambio fijo o con un tipo de cambio flexible? Éste es el punto de partida que toma Mundell.

Si comenzamos con un tipo de cambio flexible.

Imaginemos que queremos comprar la cerveza en Polonia porque la española ha perdido calidad. Empezaremos a trasladar demanda a Polonia. En el momento en que tratemos de comprar los productos polacos, si el tipo de cambio es flexible, tendremos que comprar eslotis polacos y al demandarlos el valor del esloti subiría y eso que haría que el precio de la cerveza polaca se encareciera, y si se encarece dejaríamos de comprar.

Lo contrario pasaría para España, es decir, si ahora no se nos demandan productos resulta que nadie demandaría el euro, entonces se depreciaría en los mercados internacionales y eso haría que nuestros productos fueran mucho más baratos y por lo tanto se comprasen más.

El problema está obviamente cuando no tenemos tipos de cambio flexibles, sino que tenemos tipo de cambio fijos.

Si ocurre el mismo efecto que antes y el tipo de cambio es fijo, el valor de unas monedas del respecto de otras no va a cambiar, se va a estar demandando las cervezas polacas, pero por mucho que demanden, el esloti no se va a apreciar y entonces no se van a encarecer las cervezas por esta demanda de la moneda. El problema resulta en que podemos seguir haciendo esa demanda eternamente y en España la situación de no compra se mantendría eternamente porque no depreciamos nuestra moneda.

Éste es el problema que se plantea en las zonas monetarias óptimas. Si se establecen tipos de cambio fijos y se produce un choque exógeno económico entre los dos países, este desequilibrio se mantiene eternamente e incluso se incrementará.

Entonces es aquí cuando entran las propiedades que hemos comentado antes, es decir, si existen mecanismos auto correctores esto se podría corregir.

Por ejemplo, si tenemos flexibilidad salarial:

En Polonia, como el factor productivo trabajo cada vez es más escaso, la cerveza se encarecería, pues al aumentar los salarios esto se transmitiría a los precios, subirían los precios y los empresarios al ver que se encarece el coste de producción, lo reducirían. Y en España pasaría lo contrario. Como hay mucho desempleo, los salarios se desplomarían, los precios bajarían y entonces la producción se incrementaría. Los mecanismos de autocorrección funcionarían en este sentido.

Pero como hemos podido ir viendo, Europa carece de estos mecanismos autocorrectores, por lo menos de momento.

No obstante, existe mucha controversia a cerca de los tipos de cambio, poniendo un ejemplo:

Nos mantenemos con tipos de cambio flexibles porque corrigen los impactos asimétricos que se puedan producir entre los países. Pues existe un gran problema y es que, cuando se produce una depreciación, por ejemplo, que a nosotros ya no nos demandan tanto y nuestra moneda se deprecia, genera que de repente nuestras exportaciones sean más atractivas. Pero eso tiene un efecto contrario importante. La depreciación encarece tus importaciones y ahora te sale más caro comprar fuera. Imaginemos que el país depende para poder producir de importar toda la maquinaria de su sistema productivo, entonces ahora en cambio el tipo flexible ya no resulta tan bueno.

A partir de esta indefinición se fue desarrollando la teoría de las áreas monetarias óptimas de la que hemos hablado en el trabajo.

## **6. CONCLUSIONES**

La situación económica y financiera global actual está llevando al límite el sistema monetario internacional. Muchos expertos aseguran que el sistema monetario actual está llegando a su fin ya que cada vez genera más desconfianza ante las evidencias de que tanto la Reserva Federal como los Bancos Centrales emiten billetes para solventar su deuda lo que devalúa cada vez más la moneda y mina la confianza de los inversores. Ante tal desconfianza, bastantes inversores están invirtiendo en criptomonedas ya que no dependen de los gobiernos. Por otro lado, vemos países como China que se puede establecer como primera potencia mundial y hacer que peligre aún más la hegemonía del dólar.

La moneda digital está asomando la cabeza cada día más y ya son muchos los bancos centrales que están estudiando sus funciones para implantarla. Parece claro que el futuro de la moneda pasa por su forma digital.

Ahora, en cuanto al análisis de si Europa ha conseguido ser un área monetaria óptima, podemos decir que con el paso de los años se ha demostrado que el empeño por parte de los países europeos por formar una gran unión monetaria era claramente un empeño político ya que en ningún momento se cuestionaron, por ejemplo, qué tipo de mecanismos correctores se deberían introducir para evitar la heterogeneidad evidente de los países y tampoco se puso ningún impedimento a la creatividad contable que se realizó en los países para que los criterios aparentemente se cumplieran.

Está claro que en temas como el volumen de comercio la unión monetaria ha sido muy beneficiosa pero como hemos podido comprobar, si nos vamos a otros criterios que no son puramente los que puede controlar el BCE a través del manejo de la cantidad de dinero en circulación y de la forma en la que organiza la regulación del sistema financiero, vemos que los criterios no es que no sólo no se cumplieran en el pasado, sino que vamos a peor. Las diferencias en temas como la deuda y la productividad entre los países cada vez son más notables.

Como comenté antes, la única forma de solucionar el problema del euro como zona monetaria optima es que tuviéramos una unidad política y que la política fiscal y monetaria estuviera organizada a nivel supranacional.

Estas situaciones, como el nivel de deuda de cada país, hacen que con el peso que tiene la deuda pública ahora mismo respecto del PIB nuestras economías y nuestra zona monetaria claramente corran riesgos.

Además, existen hacia futuro problemas como el demográfico que van a poner en mayor riesgo las cuentas públicas, es decir, que va a hacer que el problema de la deuda pública no se resuelva tan fácilmente a corto plazo. Entonces, desde ese punto de vista, estas tensiones que se van a ir acumulando hacen que no solamente la zona euro no sea una zona monetaria óptima, sino que puede ir profundizando en ser subóptima cada vez más.

También conviene decir que aún existen desconfianzas en Europa, barreras no arancelarias, resistencias al libre comercio y que parece que la única forma de solucionarlo es a través de la unión política.

Como dato adicional quería conocer la opinión de mi entorno cercano a cerca de Europa y su relación con España. Para ello hice una mini-encuesta cuyos resultados están disponibles en este link: <https://www.onlineencuesta.com/results/72b37df-5151d2e>

La respondieron 69 personas, pero solo se muestran las respuestas de 59 debido a la limitación de la web.

En las respuestas podemos ver cómo la mayoría de las personas piensan que España hizo bien en integrarse a la Unión Europea pero lo más llamativo es que el 74% de los votantes no confían en que el Banco Central Europeo trabaje en igualdad de condiciones para todos los países.

## **7. BIBLIOGRAFÍA**

Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz. 2012. "*Economía internacional Teoría y política*" 9.ª edición. PEARSON EDUCACIÓN, S.A., Madrid

VisualPolitik; (2019, 05/22) 20 años después: el EURO en Europa. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=oteVs8nNkkw&ab\\_channel=VisualPolitik](https://www.youtube.com/watch?v=oteVs8nNkkw&ab_channel=VisualPolitik)

Joan Elías. 1998. "*El desafío de la moneda única europea*" 2ª edición revisada y actualizada. Servicio de estudios La Caixa. Disponible en: [https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/ee07\\_esp.pdf](https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/ee07_esp.pdf)

Piergiorgio M. 2018. "Maastricht, 25 años de infracciones". La Vanguardia. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/20181028/452583852351/tratado-maastricht-ue-dudas-politica-monetaria.html>

José Luis C., Juan Luis del Hoyo, Jesús Guillermo L.A., Manuel M.B., Carlos R.R. 2006. "Ciclo económico y convergencia real en la Unión Europea". Fundación BBVA. Disponible en: <https://webs.ucm.es/info/epm/miembros/cendejas20062.pdf>

Natan Epstein. April 2018. "*Exchange Rate Policy and Regimes*". Bank Indonesia International Workshop and Seminar Central Bank Policy. Disponible en: <file:///C:/Users/Adri/Downloads/L06%20Exchange%20Rate%20Regimes%20Overview.pdf>

Karl Habermeier, Annamaria Kokenyne, Romain Veyrune, and Harald Anderson. 2009. "*Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*". International Monetary Fund. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>

International Monetary Fund. 2019. "*Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*". Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2019/04/24/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2018-46162>

Michel Lelart. 1996. "El sistema monetario internacional". Editorial Acento. Disponible en: [http://www.ehu.eus/Jarriola/Docencia/SMFI/Michel%20Lelart\\_EI%20FMI.pdf](http://www.ehu.eus/Jarriola/Docencia/SMFI/Michel%20Lelart_EI%20FMI.pdf)

Mundell, R. A. 1961a. "A theory of optimum currency áreas" ,American Economic Review 51, 4,509-517.



Mundell, R. A. 1961b. "Flexible exchange rates and employment policy", Canadian Journal of Economics and Political Science 27, 4.

Mundell, R. A. 1963a. "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", Canadian Journal of Economics and Political Science 29, 475-485.

Doménech, R. (2018, 23 mayo). "¿Puede el aumento de la inflación perjudicar la competitividad y el empleo de la economía española?" BBVA NOTICIAS. <https://www.bbva.com/es/puede-aumento-la-inflacion-perjudicar-la-competitividad-empleo-la-economia-espanola/>

Kregel, J. (2006). "Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias hacia los países en desarrollo". Buenos Aires: CLACSO.

**Dražen Rakić, Dirk Verbeke.** 2020. "Las instituciones de la unión económica y monetaria" Parlamento Europeo. Disponible en: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/85/las-instituciones-de-la-union-economica-y-monetaria>

European Comision. 2019. "Convergence criteria for joining". Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area_en)

Lluís Pellicer. 2019. "El Euro cumple 20 años todavía en la pelea para ganarle terreno al dólar". El País. Disponible en: [https://elpais.com/economia/2018/12/30/actualidad/1546164812\\_576004.html](https://elpais.com/economia/2018/12/30/actualidad/1546164812_576004.html)

European Central Bank. 2019. "Informe anual año 2018". Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.es.html#toc1>

Arroyo M.J. (2018) "Unión Monetaria y Económica Europea". Diario Expansión. Disponible en: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/union-economica-y-monetaria-europea.html>

Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose. 1997. "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria" Disponible en: <http://cemi.ehess.fr/docannexe/file/2393/2.fraenkel.rose.pdf>

Santiago Fernández de Lis, Olga Gouveia. 2018. "Monedas digitales emitidas por bancos centrales: características, opciones, ventajas y desventajas". BBVA Research N°19/03 Disponible en: [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2019/03/WP\\_Monedas-digitales-emitidas-por-bancos-centrales-ICO.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2019/03/WP_Monedas-digitales-emitidas-por-bancos-centrales-ICO.pdf)

Instituto Nacional de Estadística. 2020. "Estadísticas sobre movilidad europea". Disponible en: <https://www.ine.es/prodyser/eumove19/bloc-2c.html?lang=es>

## ¿Es Europa un área monetaria óptima?

Raventós, F. (2018, diciembre 10). *El sistema monetario internacional ante una nueva recesión*. Disponible en: [https://www.eldiario.es/alternativaseconomicas/sistema-monetario-internacional-nueva-recesion\\_6\\_844875516.html](https://www.eldiario.es/alternativaseconomicas/sistema-monetario-internacional-nueva-recesion_6_844875516.html)

Juan Ayuso y Carlos Conesa (2020) *“Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC)”* Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/20/Fich/do2005.pdf>

Javier Gómez (2019). *“Hágase el dinero: cómo funciona el sistema monetario”*. *El orden Mundial*. Disponible en: <https://elordenmundial.com/hagase-el-dinero-como-functiona-el-sistema-monetario/>

Juan Ramón Rallo. 2019. *“Paul Volcker: el arquitecto de un nuevo sistema monetario global”*. En: *El Confidencial*. [Consulta: 29/07/2020]. Disponible en: [https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2019-12-11/volcker-arquitecto-sistema-monetario-global\\_2370395/](https://blogs.elconfidencial.com/economia/laissez-faire/2019-12-11/volcker-arquitecto-sistema-monetario-global_2370395/)

Ashok Vir Bhatia, Srobona Mitra, Anke Weber, Shekhar Aiyar, Luiza Antoun de Almeida, Cristina Cuervo, André Oliveira Santos, and Tryggvi Gudmundsson. 2019. *“A capital market union for Europe”*. International Monetary Fund. European department. Disponible en: [https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856?sc\\_mode=1](https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856?sc_mode=1)

Emmanuel Farhi (2019). *“Hacia un sistema multipolar”*. Profesor economía Universidad de Harvard. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2019/06/pdf/new-monetary-system-farhi.pdf>